

**BRE BANK SA**NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW

ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
 MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
 RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
 WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
 E-MAIL: research@brebank.com.pl

Daily Letter

wtorek, 19 sierpnia 2008

STRON: 5

Dzisiejsze publikacje danych/wydarzenia

KRAJ	GODZINA	WSKAŹNIK	ZA OKRES	BRE	KONSENSUS	POPRIEDNIO
GER	11:00	Indeks ZEW	Sierpień	-	-62,0 pkt.	-63,0 pkt.
USA	14:30	PPI m/m	Lipiec	-	0,5%	1,8%
USA	14:30	Housing starts	Lipiec	-	0,96 mln	1,07 mln
USA	14:30	Housing permits	Lipiec	-	0,97 mln	1,14 mln

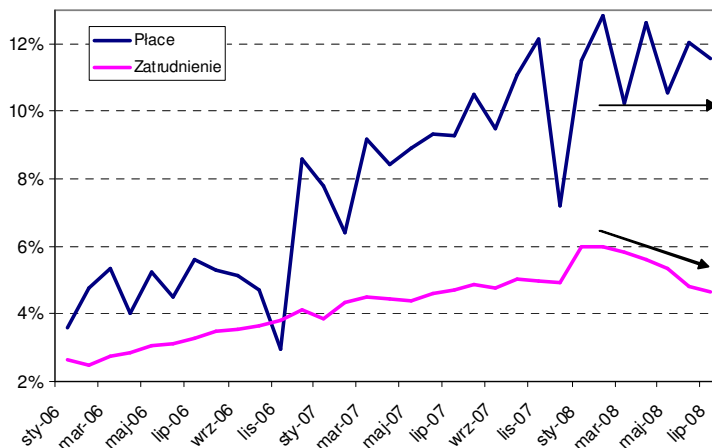
Makroekonomia

Wyższa dynamika wynagrodzeń, dynamika zatrudnienia maleje

W lipcu zanotowano 11,6% r/r wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wobec 12,0% zanotowanych w czerwcu (konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 11,4% r/r). Niższa dynamika roczna w porównaniu z tą z poprzedniego miesiąca to prawdopodobnie przede wszystkim efekt wypłacanych w czerwcu premii z zysku w górnictwie.

Na chwilę obecną ciągle nie ma sygnałów o spadku dynamiki wynagrodzeń. Oceniamy, że ustabilizowała się ona (po uwzględnieniu różnicy w aktywności ekonomicznej w poszczególnych miesiącach) na poziomie 10-11% r/r. Takie tempo wzrostu płac prawdopodobnie utrzyma się również w kolejnych miesiącach (inercja procesów płacowych, podwyżki w przedsiębiorstwach państwowych, opóźnienie z jakim pracownicy i związki zawodowe analizują rzeczywistą sytuację finansową przedsiębiorstw). Ze względu na ograniczoną skalę indeksacji płac w sektorze prywatnym oczekujemy, że spowolnienie wzrostu gospodarczego powinno w perspektywie kilku kwartałów ograniczyć dynamikę wzrostu płac.

Utrzymująca się wysoka dynamika płac prawdopodobnie zapobiegnie wycenianiu szybkich obniżek stóp procentowych w polskiej gospodarce (do takiej reakcji skłaniałyby dane ze sfery realnej i wizja cyklicznego spowolnienia).



Spadek dynamiki zatrudnienia do 4,7% r/r wobec 4,8% r/r zanotowanych w czerwcu jest spójny z wynikami badań koniunktury. **Oceniamy, że na skutek niższego wzrostu gospodarczego dynamika zatrudnienia powinna w kolejnych miesiącach wykazywać silniejszy trend spadkowy.**

Dane nie miały większego wpływu na rynek długu. Utrzymująca się wysoka dynamika płac prawdopodobnie zapobiegnie wycenianiu szybkich obniżek stóp procentowych w polskiej gospodarce (do takiej reakcji skłaniałyby dane ze sfery realnej i wizja cyklicznego spowolnienia). Przechodząc do analizy RPP, oceniamy, że w najbliższym czasie nastroje w tym gremium będą kształtowane pod wpływem odczytów *headline inflation*. **Spadek cen paliw i sezonowe spadki żywności (a więc spadek inflacji odczuwalnej) może przyczynić się do jeszcze wyraźniejszego przesunięcia uwagi Rady w stronę sfery realnej i uchylenia się przed dalszymi podwyżkami stóp.**

Reakcja członków RPP na dane o płacach

J. Czekaj stwierdził, że wysoka dynamika wynagrodzeń jest jednym z czynników, które mogą skłaniać do podwyżek stóp. Zaznaczył jednak, że RPP będzie uważnie monitorować napływające dane, głównie ze sfery realnej, które pozwolą na oszacowanie PKB w III kwartale; istotne mogą być (już w zasadzie historyczne) dane za II kwartał oraz najnowsza projekcja inflacyjna. Członek Rady podkreślił także, że istotny wpływ na decyzje Rady może mieć osłabienie tempa wzrostu PKB, a także niższe ceny ropy naftowej połączone z relatywnie wysokim kursem złotego. Niemniej jednak w ocenie Czeka, w „chwili obecnej trudno stwierdzić, jakie decyzje podejmie RPP”.

Wydaje się, że większość w Radzie nie chciałaby zbyt szybko reagować na zagrożenia inflacyjne i przykłada coraz większą wagę do sfery realnej.

Zdecydowanie bardziej jastrzębie stanowisko zajął **D. Filar**. Jego zdaniem rosnąca inflacja bazowa (nowa miara może wzrosnąć do 3% do końca roku) wymaga zdecydowanego działania RPP w postaci jednej lub dwóch podwyżek stóp procentowych. **H. Wasilewska-Trenkner** także uznaje podwyżkę stóp procentowych za konieczną. Nie podaje jednak konkretnego terminu zwracając uwagę na dane o produkcji przemysłowej (w kontekście siły spowolnienia) oraz C/A (w kontekście trwałości parasola ochronnego roztaczanego przez złotego).

D. Filar i H. Wasilewska-Trenkner są prawdopodobnie odosobnieni w swoich poglądach na tle całej Rady. Znacznie lepszym probierzem nastrojów w RPP wydaje się wypowiedź J. Czeka. Rada prawdopodobnie nie chciałaby reagować szybko na zagrożenia inflacyjne i przykłada coraz większą wagę do sfery realnej. **Z drugiej strony nie widzimy żadnych konkretnych deklaracji odnośnie polityki pieniężnej** (trudno stwierdzić, czy w obliczu nagromadzenia zagrożeń dla sfery realnej, mocnego złotego oraz spadających cen ropy naftowej wśród dostępnych opcji powoli nie pojawia się także obniżka stóp).

Deficyt budżetowy po lipcu na poziomie 2,7 mld zł

Deficyt budżetowy w okresie styczeń-lipiec wyniósł 2,7 mld zł, wobec 17 mld zakładanych w harmonogramie. W analogicznym okresie poprzedniego roku budżet zamknął się niewielką nadwyżką (0,5 mld zł), spowodowaną wysokim wykonaniem po stronie dochodów (I półrocze 2007 wyznaczyło szczyt obecnego cyklu koniunkturalnego).

Wykonanie dochodów (53,5%) odbiega w sposób znaczny od wyniku osiągniętego w roku ubiegłym (60,1%). Jako przyczynę należy wymienić prawdopodobnie wyższe od

ubiegłorocznych zwroty z tytułu nadpłaconego podatku PiT, które obniżyły łączne wpływy z podatku od osób fizycznych do 57,1% planu (61,9% w roku ubiegłym). Zdecydowanie niższa (być może bliska zera) okazała się wpłata zysku z NBP, wobec kwoty około 2,5 mld zł wpłaconej w roku ubiegłym. Niskie pozostały dochody z tytułu środków z Unii Europejskiej - zaledwie 32% planu wobec 38% w roku ubiegłym (rozbitcie ujawnia lepsze wykonanie po stronie funduszy strukturalnych, gorsze dot. środków z CAP). **Niewielki poziom wykonania łączy się z powolnym wykorzystywaniem środków przez dysponentów.**

Po stronie wydatków rozbieżność z ubiegłorocznym wykonaniem już nie jest tak duża jak w przypadku dochodów (49,7% wobec 52,7% rok wcześniej), **lecz to właśnie ta strona budżetu odpowiedzialna jest za niskie wykonanie deficytu.** Podobnie jak przed miesiącem duże "oszczędności" w wydatkach zrealizowano dzięki niskiemu wykonaniu dotacji do FUS (47,9% wykonania wobec 52,9% w roku ubiegłym). Może ona być, obok wydatków współfinansowanych przy wykorzystaniu środków UE, głównym powodem niezrealizowania tegorocznego deficytu w wysokości 27 mld zł (obecne szacunki Ministerstwa mówią o 20-24 mld zł). Nadchodzące spowolnienie gospodarcze i planowane cięcia w przyszłorocznych wydatkach mogą jednak zachęcać Ministerstwo do zrealizowania górnej granicy szacowanego obecnie deficytu i dodatkowego transferu środków do FUS pod koniec roku (identycznie jak w roku ubiegłym).

Posiedzenie RPP, 27. sierpnia

Decyzja RPP	Prawdopodobieństwo decyzji (wyliczone według krzywej OIS*)
Podwyżka o 25 bps	0%
Stopy bez zmian	100%
Obniżka o 25 bps	0%

* OIS – Overnight Index Swap

Rynek walutowy

Fixing NBP	
EUR/PLN	USD/PLN
3,3335	2,2625

EUR/USD 1,4675 EUR/JPY 161,40 EUR/PLN 3,3190 USD/PLN 2,2615

Wczorajszy dzień bez wyraźnego trendu, przepychanka pomiędzy sprzedającymi i kupującymi podczas sesji azjatyckiej. Czynnikiem osłabiającym amerykańską walutę okazały się gorsze notowania giełdowe (kolejne spadek cen akcji Fannie Mae i Freddie Mac) oraz wzrosty ropy naftowej. Dziś dane o rynku domów okażą się prawdopodobnie negatywne dla dolara, wsparcia oczekujemy od ropy naftowej (w godzinach porannych październikowe kontrakty na ropę brent zbliżyły się do 110 USD).

Mimo względnie wysokich danych o płacach, złoty skończył dzień powyżej wczorajszego zamknięcia na poziomie 3,3170. Impulsów do umocnienia złotego nie dostarczyły także komentarze członków RPP. Kluczowe dla inwestorów wydają się dane o produkcji przemysłowej, które zostaną opublikowane w środę.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Dalsza wyprzedaż euro, prawdopodobny test wsparcia 1,4650/40 – ewentualne przełamanie otwiera drogę na 1,4600/1,4550. Silny poziom wsparcia ok. 1,4515/00.

wsparcie	Opór
1,4600	1,4830
1,4550	1,4775
1,4515	1,4745



Źródło: Reuter

Krótkoterminowe prognozy, Złoty

Korekta powstrzymana na poziomie wsparcia 3,3100; możliwy kolejny test poziomów oporu 3,3375/3,3430 wraz z umacnianiem się USD – jednakże przełamanie nie wydaje się prawdopodobne w krótkim terminie. Silne poziomy oporu ok. 3,3450/3,3500.

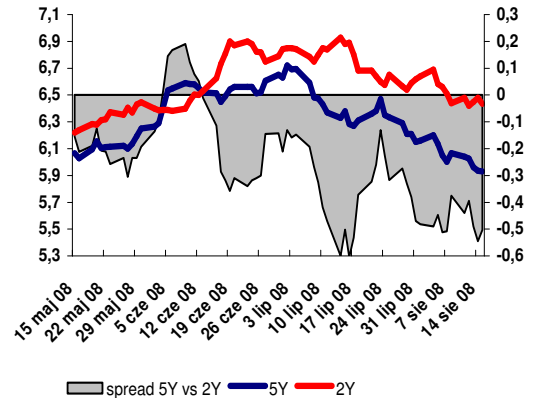
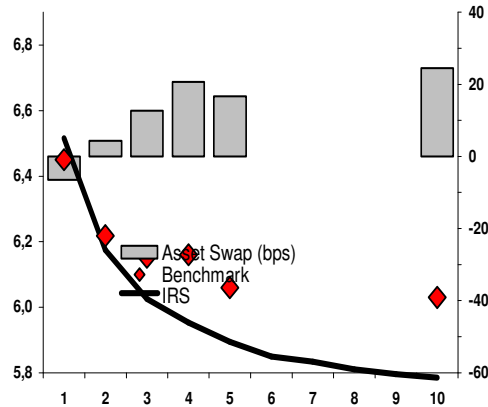
Wsparcie	opór
3,2980	3,3300
3,2865	3,3175
3,2660	3,3070



Źródło: Reuters

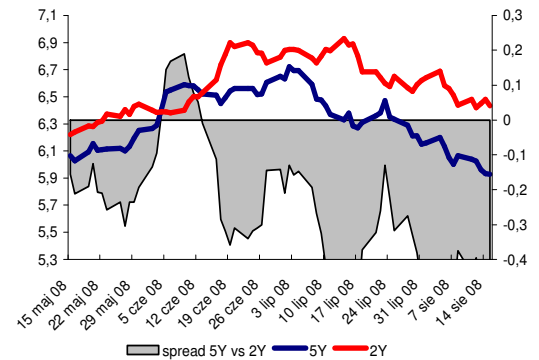
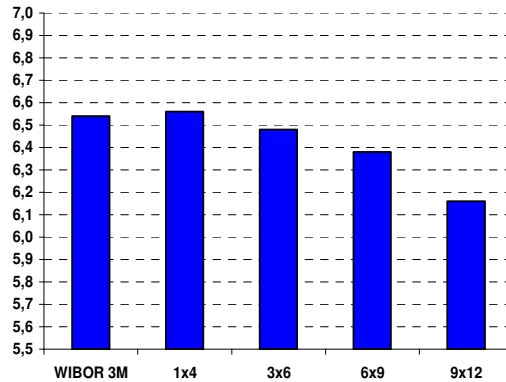
Rynek stopy procentowej, Złoty

IRS	BID	ASK
1Y	6,50	6,53
2Y	6,16	6,19
3Y	6,01	6,04
4Y	5,93	5,97
5Y	5,87	5,92
6Y	5,84	5,86
7Y	5,81	5,86
8Y	5,80	5,82
9Y	5,78	5,81
10Y	5,77	5,80



depo	BID	ASK
ON	5,84	6,34
1M	6,06	6,26
3M	6,34	6,54

FRA	BID	ASK
1x2	6,15	6,22
1x4	6,51	6,56
3x6	6,43	6,48
6x9	6,32	6,38
9x12	6,10	6,16



UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZĘDZIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZĘDZNIĄ PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.